

Wyplosz, Charles

Proceedings

Strefa euro: Kryzys i drogi wyjścia

BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 115

Provided in Cooperation with:

Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

Suggested Citation: Wyplosz, Charles (2011) : Strefa euro: Kryzys i drogi wyjścia, BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 115, Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/128308>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



BRE BANK SA



Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych

〈Strefa euro〉 – kryzys i drogi wyjścia

Charles Wyplosz



Zeszyty BRE Bank – CASE
Nr 115/2011

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autor

Charles Wyplosz

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM	4
WPROWADZENIE	5
STREFA EURO – KRYZYS I DROGI WYJŚCIA	9

Charles Wyplosz – profesor ekonomii międzynarodowej w Instytucie Międzynarodowych Studiów Wyższych w Genewie, w którym pełni funkcję dyrektora Międzynarodowego Centrum Badań nad Pieniędźmi i Bankowością. Poprzednio był prodziekanem Działu Badań i Rozwoju w INSEAD oraz dyrektorem programu doktoranckiego w dziedzinie ekonomii w Wyższej Szkole Nauk Społecznych w Paryżu (EHESS). Aktualnie jest członkiem grupy doradców ekonomicznych przewodniczącego Komisji Europejskiej, panelu ekspertów przy Komisji Spraw Gospodarczych i Monetarnych Parlamentu Europejskiego oraz zasiada w „grupie Bellagio”. Profesor Wyplosz był konsultantem Komisji Europejskiej, MFW, Banku Światowego, ONZ i innych organizacji międzynarodowych. Ponadto pracował jako konsultant dla rządów Francji, Cypru i Federacji Rosyjskiej. Członek Rady Naukowej CASE.

Główne obszary zainteresowań badawczych Ch. Wyplosza obejmują kryzysy finansowe, europejską integrację monetarną, politykę fiskalną i regionalną integrację monetarną. Opublikował kilkadziesiąt prac z zakresu finansów międzynarodowych. Jest współautorem dwóch europejskich podręczników (*Makroekonomia* i *Economics of European Integration*).

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Aleš Alachnovič	CASE
Ewa Balcerowicz	CASE
Leszek Balcerowicz	SGH
Jacek Barszczewski	PAP
Ewa Bellert-Michalak	BRE Bank
Magdalena Berlińska	NBP
Wojciech Bobik	GUS
Grzegorz Brudziński	Miesięcznik Bank
Władysław Brzeski	CASE
Barbara Chamot	SGH
Karol Cienkus	GUS
Dominika Drzewiecka	BRE Bank
Marta Gołajewska	NBP
Jerzy Górski	SGH
Witold Grostal	NBP
Remigiusz Grudzień	BFG
Włodzimierz Grudziński	ZBP
Jan Grzegorek	TP SA
Grzegorz Hansen	BRE Bank
Benjamin Jothy	CASE
Wojciech Kałkusiński	KPH 016/EMER
Barbara Karbownik	
Paweł Karbownik	MSZ
Stefan Kawalec	Capital Strategy
Dominik Korniluk	MF
Krzysztof Korzeniewski	Citi
Anna Kosior	NBP
Magdalena Kot	NBP
Sylwester Kozak	NBP
Maciej Krzak	CASE
Leszek Kubiak	UJK Kilece
Zbigniew Kulczyński	Census
Kamila Kuziemska	NBP
Sebastien Leclef	CASE
Dariusz Ledworowski	SRNPRE
Michał Magdziarz	BRE Bank
Katja Mann	CASE
Krzysztof Marszałek	BRE Bank
Tomasz Michalak	BRE Bank
Agnieszka Mikłaszewicz	NBP
Waldemar Milewicz	SGH
Marek Mularczyk	
Jarosław Neneman	BFG
Marek Niechciał	NBP
Joanna Niedźwiedzińska	NBP

Krystyna Olechowska	CASE
Paweł Pietrowicz	SGH
Zbigniew Polański	SGH
Jerzy Pruski	BFG
Jan Przystupa	NBP
Piotr Puczyński	Capital Strategy
Ernest Pytlarczyk	BRE Bank
Aart Jan Riekhoff	CASE
Aleksandra Rogut	NBP
Marek Rozkrut	MF
Dawid Samoń	FOR
Elżbieta Sawicka	PKO BP
Małgorzata Siemaszko	NBP
Irina Sinitsina	CASE
Leszek Skiba	NBP
Elżbieta Skrzyszewska-Paczek	NBP
Tomasz Skurzewski	MF
Paweł Smaga	NBP
Barbara Sokołowska	MF
Jan Solarz	AF
Krzysztof Szczygielski	CASE
Marcin Święcicki	
Ignacy Święcicki	demosEUROPA
Marek Tatała	FOR
Mateusz Tchórzewski	UW
Paweł Tokarski	PISM
Rafał Trzeciakowski	FOR
Adam Waluch	tłumacz
Mateusz Wderski	PwC
Grzegorz Wesołowski	NBP
Dariusz Witkowski	MF
Aneta Witwicka	CASE
Ewa Wróbel	NBP
Barbara Wyczańska	BRE Bank
Charles Wyplosz	The Graduate Institute w Genewie, CEPR
Dorota Wyżnikiewicz	NBP
Anna Wziętek-Kubiak	INE PAN
Tomasz Zając	tłumacz
Haik Zakrzewski	CASE
Jadwiga Zaręba	BPH
Monika Zaręba	BRE Bank
Piotr Zboromirski	NBP
Zbigniew Żółkiewski	NBP
Piotr Żuk	NBP
Bogda Żukowska	Pekao

Wprowadzenie

Po kryzysie finansowym i gospodarczym od 2009 r. jesteśmy świadkami bezprecedensowego i nasilającego się kryzysu fiskalnego. Jak na razie, ten ostatni kryzys uderzył tylko w kraje rozwinięte, a wśród nich w kraje strefy euro.

Kraje, które znalazły się w kryzysie, mają bardzo wysokie deficyty finansów publicznych, które przekładają się na skokowe wzrosty długu publicznego. Naturalnym, potencjalnym wytłumaczeniem kryzysu jest utrata przez członków unii monetarnej możliwości prowadzenia krajowej polityki monetarnej.

Jednak zdaniem prof. Charlesa Wyplosza, szczególną rolę w nasilaniu się kryzysu odegrały błędy w reakcji rządów krajów strefy euro i EBC. Obszar euro jest niedokończonym dziełem. Utworzono unię monetarną bez unii fiskalnej. Kiedy tworzono strefę euro, z powodów politycznych unia fiskalna była niemożliwa. I tak jest nadal. Być może przyszłe pokolenia potrafią ukończyć tę budowę.

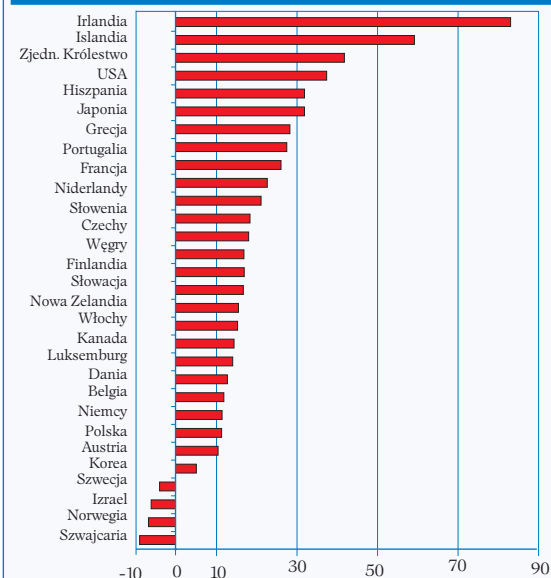
O kryzysie finansowym w strefie euro dyskutowali goście 115 seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w czerwcu 2011 r. Wykład wygłosił specjalny gość seminarium prof. Charles Wyplosz.

Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia

Kryzys długu publicznego rozlewa się w strefie euro. Zapewne będzie przyczyną wielu problemów. Jakie są rzeczywiste powody tego kryzysu? Nie znam odpowiedzi na to pytanie. Ale kryzys długu publicznego w strefie euro uważam za niezwykle interesującą kwestię.

Uderzające jest to, że wraz z poważnym kryzysem finansowym i gospodarczym w latach 2007–2008 prawie w każdym kraju rozwiniętym, z kilkoma wyjątkami, dług publiczny istotnie się zwiększył, średni wzrost relacji długu publicznego do PKB dla tej grupy krajów wyniósł aż 30%. (zob. rysunek 1). Na tym rysunku widać zmiany obciążenia gospodarek krajów rozwiniętych długiem publicznym. Na dole diagramu pokazane są nieliczne wyjątki – kraje w których wskaźnik zadłużenia państwa zmalał, ale generalnie obserwowaliśmy masowy wzrost zadłużania się państw.

Rysunek 1. Zmiany stopy długu publicznego (DP jako % PKB) w krajach rozwiniętych



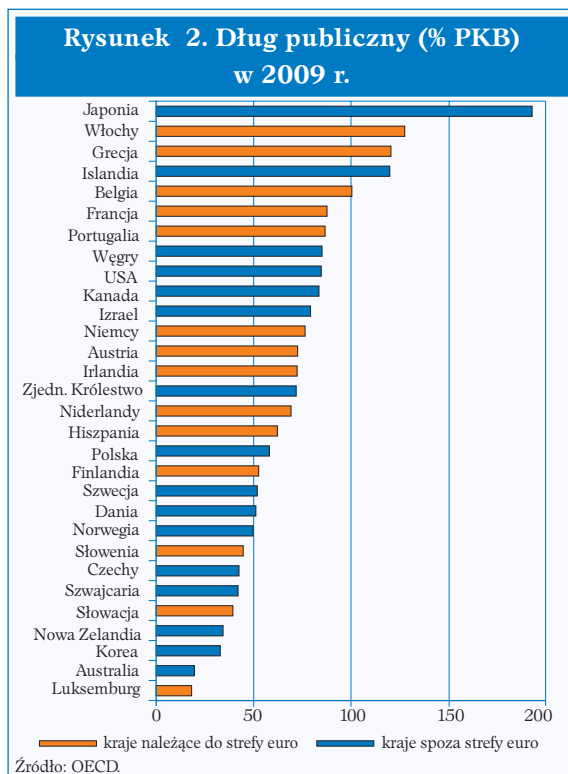
Źródło: OECD.

Powody takiej sytuacji w poszczególnych krajach były różne, ale na pewno nie były one błahe,

ponieważ rządy musiały interweniować, by ratować system bankowy przed upadkiem. Pojawiła się również potrzeba wspierania działalności gospodarczej, aby zapobiec powtórzeniu się kryzysu z lat 30. ubiegłego wieku. Oczywiście tego typu interwencje władz publicznych to sprawa dyskusyjna. Natomiast, jak się wydaje, niezwykle zasadnym jest pytanie: Skoro nastąpił tak wysoki wzrost zadłużenia państw w krajach rozwiniętych, to dlaczego kryzys dotknął właściwie tylko i wyłącznie wąskie grono krajów, które należą do strefy euro? Przyjrzyjmy się kilku potencjalnym wyjaśnieniom tej kwestii.

Dlaczego strefa euro?

Po pierwsze, kraje strefy euro mają największy dług publiczny spośród wszystkich krajów (rysunek 2). Czy



jest to efekt przynależności do strefy euro? Po drugie, mają one najwyższe deficyty finansów publicznych. Trzeci argument dotyczy znaczenia członkostwa w strefie euro, a co za tym idzie, utraty możliwości prowadzenia autonomicznej (krajowej) polityki monetarnej. Czwarte potencjalne wyjaśnienie odnosi się do poważnych błędów popełnionych w polityce gospodarczej, które spowodowały tę zaraźliwą falę.

Powiedziałbym tak: w każdej z tych argumentacji jest jakiś element prawdy.

Najwyższe poziomy długu publicznego

Na rysunku 2 pokazuję wysokość zadłużenia państw w relacji do PKB w krajach rozwiniętych, jak również w krajach rozwijających się. Te dane są zaczerpnięte z bazy danych OECD.

Jeżeli przyjrzymy się temu zestawieniu, to możemy zauważyć, że koloru pomarańczowego jest dość dużo na górze diagramu, co oznacza, że jest sporo krajów strefy euro, które mają istotnie wysoki poziom długu publicznego. Natomiast powyżej krajów, które mają dzisiaj kłopoty (fiskalne – przyp. red.) jest także sporo koloru niebieskiego, czyli że dług publiczny krajów spoza strefy euro jest wyższy niż w krajach najbardziej problematycznych. Przykładem jest Irlandia, która ze swoim poziomem zadłużenia plasuje się mniej więcej pośrodku. Na rysunku 2 widzimy również, że wiele krajów ma wyższe zadłużenie publiczne niż Irlandia, a nie pogrążyło się w kryzysie, przynajmniej dotychczas (czyli do połowy czerwca 2011 r., kiedy ten wykład był wygłoszony – przyp. red.).

Ten sposób rozumowania jedynie częściowo wyjaśnia genezę kryzysu. Bardziej wskazuje na większą podatność na wejście w kryzys krajów o dużym zadłużeniu niż wyjaśnia, dlaczego dotyczy to tylko krajów strefy euro. Bo być może jednak sama przynależność do strefy euro stymuluje zjawiska kryzysowe, a nie tylko zadłużenie. Do tego będą powracał jeszcze kilkakrotnie.

Zanim to uczynię, postaram się przeprowadzić prostą, wręcz dziecinną, regresję. Okazuje się, że jest mało literatury wyjaśniającej stan zadłużenia publicznego, będę więc na żywo i w uproszczeniu pokazywać tę dynamikę (zob. tabela 1).

Istnieją dwa czynniki wyjaśniające, które wynikają ze zrozumienia sytuacji kraju o dużym zadłużeniu. Pierwszym z nich są wysokie wydatki publiczne, a więc rozrośnięty sektor budżetowy. Jest oczywiste, że pokaźne wydatki sektora budżetowego powodują duże zadłużenie państwa. Kraje rozwijające się wolno mają wyższe zadłużenie, co prowadzi do wniosku, że im większa dynamika wzrostu gospodarczego, tym niższy poziom zadłużenia. Do tego wątku też jeszcze powrócę.

Warto przyrzeć się także innym czynnikom (zob. tabela 1). Widzimy, że czynnik: bogactwo kraju mierzone wysokością PKB na głowę mieszkańca w zasadzie ma się nijak do wyjaśnienia tej sytuacji. To nie jest tak, że kraje bogate mają mniejszy dług publiczny, bo tutaj wskaźnik jest właściwie ujemny. Nieprawdziwy jest także pogląd, że najczęściej bardziej zadłużone są kraje biedniejsze. Nie ma też wyraźnego wpływu na wysokość zadłużenia przynależność do strefy euro, więc tutaj nie można poszukiwać przyczyn/wyjaśnień obecnego kryzysu. Samo członkostwo w strefie euro nie oznacza wystąpienia przesłanek kryzysowych.

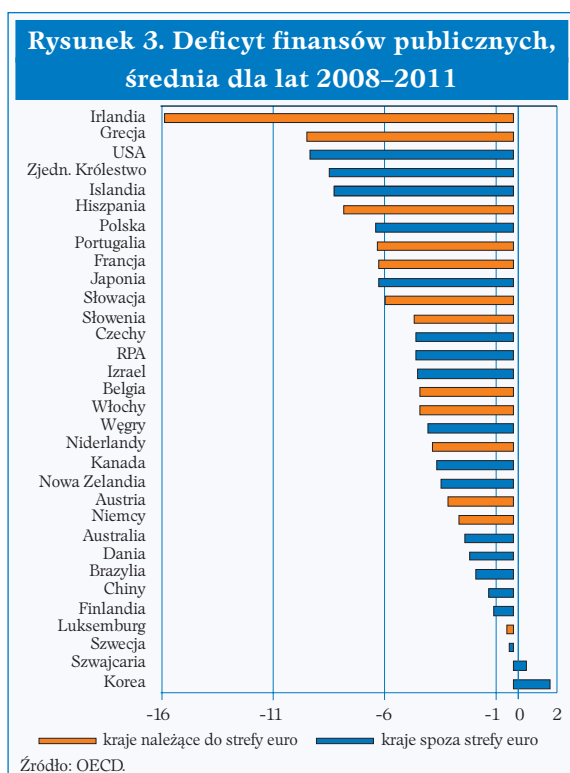
Najwyższy deficyt finansów publicznych

Jeśli chodzi o deficyt finansów publicznych, to odwołuję się tu do rysunku 3, pokazującego poziom deficytu po kryzysie lat 2007–2008. Widzimy, że nie udało się ograniczyć wzrostu deficytu w okresie recesji. Wyjaśnienie w zasadzie jest takie samo jak w przypadku zadłużenia. Jeżeli przyjrzymy się temu bardziej szczegółowo, to widzimy, że jest tutaj więcej koloru pomarań-

Tabela 1. Dług publiczny

Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
Stała	3,70	1,09	0,00
PKB <i>per capita</i>	-0,20	0,13	0,13
Wydatki publiczne/PKB	0,61	0,23	0,01
Wzrost gospodarczy	-0,16	0,05	0,01
Wskaźnik korupcji	0,08	0,06	0,20
Strefa euro	0,23	0,21	0,27

czowego na górze diagramu, czyli coś w tym jest, że kraje o dużym deficycie mają również wysokie zadłużenie publiczne w stosunku do PKB. A zatem mamy do czynienia z pewną korelacją. Gdybyśmy jednak chcieli podjąć wysiłek wyciągnięcia wniosku, to powiedzielibyśmy tak: deficyt bardziej wyjaśnia stan kryzysu niż dług publiczny. Istnieją różnego rodzaju publikacje dotyczące marż czy stóp procentowych i widzimy, że to jest dość dobre wyjaśnienie.



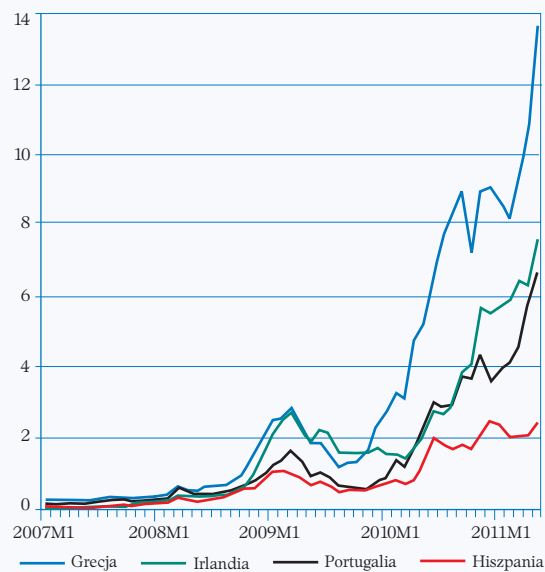
No dobrze, ale abstrahując od literatury przedmiotu, chciałbym przedstawić własną interpretację. Otóż, w tym kontekście, deficyt finansów publicznych jest zjawiskiem znaczącym dlatego, że na podstawie wysokości deficytu można określać pewne oczekiwania. Weźmy kraj o małym zadłużeniu, np. Irlandię przed kryzysem. Pojawił się tam ogromny de-

ficyt ze względu na to, że trzeba było z dnia na dzień wydać (kwotę rządu – przyp. red.) ok. 20% PKB na uratowanie banków. W takiej sytuacji rynki mogą wyciągnąć wniosek, że zwiększenie deficytu, czyli dziury budżetowej, może oznaczać, że w przyszłości bardzo ciężko będzie tę dziurę załatać. I nawet jeśli dług publiczny będzie niewielki (w tym czasie – przyp. tłum.), deficyt może być poza wszelką kontrolą. Zatem uważam, że wysokość deficytu jest istotnym czynnikiem, może nawet istotniejszym niż samo zadłużenie (jego poziom – przyp. red.). Tak czy inaczej, przekłada się ono bardziej na oczekiwania rynków dotyczące kierunku w jakim zmierza dany kraj.

Stwierdzenie to jest podstawą następnej, czyli drugiej interpretacji. Niezwykle intrygującej i dość przekonującej pod wieloma względami. Jest to teza mówiąca o tym, że kryzysy są samospełniające się. Wygląda to tak, że rynki przyglądają się Grecji, podwyższają marże, banki tracą zainteresowanie papierami rządowymi, a rządy nie mogą już pożyczać. I mimo że w zasadzie nie ma poważnego zagrożenia upadłością, banki zaczynają reagować nerwowo, stają się czujne i pojawia się fala dalszych zdarzeń, które razem składają się na kryzys. To wydaje się być pewnym wyjaśnieniem, aczkolwiek znowu nie tłumaczy kwestii, dlaczego dzieje się tak właśnie w strefie euro. Ale jest to po części wyjaśnienie kryzysu jako takiego w ogóle.

Rysunek 4 pokazuje rosnące marże (dla czterech krajów objętych kryzysem fiskalnym – przyp. red.). W 2008 r., po upadku Lehman Brothers, marże jedynie drgnęły, natomiast później poszybowały w górę bardziej dynamicznie.

Rysunek 4. Marże obligacji rządowych dla Grecji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii w relacji do marż dla Niemiec, Niemcy = 100



Utrata możliwości prowadzenia autonomicznej (krajowej) polityki monetarnej

I wreszcie trzecie potencjalne wyjaśnienie, które być może pokazuje, dlaczego zjawisko to występuje właśnie w strefie euro. Przyczyną może być brak możliwości prowadzenia autonomicznej polityki monetarnej (przez rządy krajów należących do strefy euro – przyp. red.). Zatem Polska może uważać się za szczęściarę. Nie należy do strefy euro. A jedynie przynależność do strefy ma pewne podwójne przełożenie na zjawisko, o którym mowa.

Z jednej strony, prowadzenie wspólnej polityki monetarnej dla strefy euro oznacza, że w poszczególnych krajach strefy nie ma kryzysu walutowego. Silna presja ze strony rynków finansowych

– przejawiająca się w rosnących marżach – na Irlandię, Grecję i Portugalie, nie przekłada się na problemy z walutą, bo nie jest to waluta wyłącznie tych krajów. W krajach strefy euro objętych kryzysem fiskalnym nie tworzy się zatem kryzys walutowy, co jest samo w sobie zjawiskiem pozytywnym.

Na rysunku 5 podałem przykład sąsiadów Polski, którzy odczuli kryzys i walutowy, i finansowy. Zarówno Węgry jak i Ukraina musiały się zwrócić o pomoc do Międzynarodowego Funduszu Walutowego ze względu na problemy fiskalne, które natychmiast przełożyły się na problemy monetarne i walutowe. To wskazywałoby, że te problemy nie są powodowane przynależnością do strefy euro.

Rysunek 5. Kursy forinta węgierskiego i hrywny ukraińskiej, 2008–2011.



Ale oczywiście jest też ciemna strona tego wyjaśnienia. Rezygnacja z autonomicznej polityki monetarnej (w krajach należących do strefy euro – przyp.

red.) oznacza, że nie ma w nich przeciwwagi dla problemów fiskalnych. Kiedy Grecja popadła w kłopoty i rynki zaczęły przyglądać się jej deficytowi i działaniom jej rządu, który zastanawiał się co z nim zrobić, wniosek był jeden: jeżeli Grecja podejmie działania oszczędnościowe, to nie będzie mogła tego w żaden sposób złagodzić przez politykę monetarną, bo nie ma w swoich rękach takiego mechanizmu. Wygląda na to, że może to być kolejnym źródłem problemu.

To wyjaśnienie ma też naturę samospełniającej się przepowiedni, bo jeżeli przyjrzymy się bardzo dużej liczbie krajów na świecie, które powiększyły swój dług uruchamiając falę deficytu finansów publicznych, to okazuje się, że mają one poważne problemy z wyeliminowaniem deficytu i zmniejszeniem zadłużenia. Oczywiście, rynki finansowe wiedzą, że aby zapanować nad tą sytuacją, trzeba by dokonać korekty w kursie wymiany. No tak, ale przecież nie wszystkie kraje mają autonomiczną politykę monetarną, co *de facto* utrudnia im sytuację.

Ponownie obserwujemy zjawisko samoistnego nakręcania się. Rynki diagnozują, że Irlandia nie wyjdzie z kryzysu i narzucają bardzo wysokie stopy procentowe, a Irlandia nie ma jak sobie z tą sytuacją poradzić, nie może pożyczać. Tak trudna sytuacja przypomina wręcz wydanie wyroku, a zanim dojdzie do poważnych rozmów z Międzynarodowym Funduszem Walutowym trzeba tygodni czy kilku miesięcy.

Widzimy więc, że najprawdopodobniej utrata (możliwości prowadzenia – przyp. red.) autonomicznej polityki monetarnej może mieć znaczące przełożenie na kryzys przy całym tym samoistnym nakręcaniu się zjawisk kryzysowych.

No dobrze, omówiłem przykład Irlandii, ale powstaje pytanie, dlaczego nie było przełożenia na inne kraje? Niestety zagrożenie istnieje i wszystko wskazuje na to, że na podobne skutki narażone są wszystkie kraje strefy euro. Dotychczas nie było tego problemu, ale jeżeli bliżej przyjrzymy się Niemcom, okazuje się, że też mogą sobie nie poradzić. Jeżeli rynki uprą się, mówiąc kolokwialnie, że jednak nie wierzą Niemcom, że mają oni zdolność wyciągnięcia siebie z tej sytuacji (dużego zadłużenia publicznego – przyp. red.), to nawet tak duży i silny kraj nie będzie miał w tej sprawie nic do powiedzenia.

W tym miejscu warto zauważyć, że przynależność do strefy euro niesie ze sobą pewnego rodzaju słabość. Ci, którzy znają teorię samospełniającego się kryzysu, wiedzą, że ten kryzys występuje wtedy, kiedy jest jakaś nań ekspozycja. W strefie euro istnieje pewna szczególna podatność na rozprzestrzenianie się takiego kryzysu. O niczym to oczywiście jeszcze nie przesądza, wszak te oczekiwania nie muszą się spełnić. Natomiast taka podatność występuje i właściwie każdy z krajów strefy euro może stać się jej ofiarą. I to według mnie jest i zawsze było kluczowym powodem dla konieczności prowadzenia (w krajach należących do strefy euro – przyp. red.) ścisłej dyscypliny fiskalnej w normalnych czasach, po to by tę słabość wyeliminować. A tam, gdzie występują jeszcze dodatkowe zagrożenia, trzeba bardzo dyscyplinować swoją politykę fiskalną.

Czyli podsumowując – zanim przejdę do rzeczy kolejnej, już dotyczącej polityki gospodarczej i jej realizacji – postawiłem tezę, że duże zadłużenie publiczne może być częściowo wyjaśnieniem

tego kryzysu, ale nie ma tu bardzo silnego jednowymiarowego skorelowania z przynależnością kraju do strefy euro. Kolejna teza mówi, że wielkość deficytu finansów publicznych ma wpływ na kryzys, ale nie wszędzie się na nią przekłada. Zatem bardziej poważnie podchodząc do sprawy, należałoby przyjrzeć się temu od strony oczekiwań rynków i mechanizmów samoistnego nakręcania się zjawisk kryzysowych. Brak autonomicznej polityki monetarnej w krajach należących do strefy euro, jako kolejny czynnik, uważam za zjawisko bardzo dwuznaczne. Co prawda przynależność do strefy euro chroni przed kryzysem walutowym, ale z drugiej strony odsłania brak możliwości reagowania na kroki podejmowane przez banki i zacieśnianie polityki kredytowej.

Błędy polityki gospodarczej

Przejdę teraz do czwartej próby interpretacji tego zjawiska, która opiera się na tezie, że przyczyną kryzysu jest seria błędów w polityce gospodarczej i że to właśnie te błędy spowodowały tę zaraźliwą falę kryzysową w strefie euro. Kiedy pomyślimy sobie, że kryzysy to samospełniające się mechanizmy i aby uchronić się przed nimi musimy mieć zerową na nie podatność, to możemy sobie zadać pytanie o to, jak wyjaśniać politykę gospodarczą, którą prowadzono w ostatnim okresie. Jeżeli mamy do czynienia z krajami w pewnym sensie osłabionymi, ponieważ nie mają autonomicznej krajowej polityki kursowej, to w momencie, kiedy sytuacja zaczyna się robić trudna, rynek zaczyna zadawać trudne pytania. Kryzys grecki rozpoczął się pod koniec 2009 r., natomiast wybuchł w okolicach kwietnia 2010 r., czyli po około sześciu mie-

siącach. Przez pół roku obserwowaliśmy narastający niepokój i wtedy już można było podjąć pewne działania. Kiedy mamy do czynienia z taką delikatną sytuacją, musimy podejmować bardzo zdecydowane kroki. W moim przekonaniu te sześć miesięcy nie zostało wykorzystane dobrze i to dlatego kryzys się rozprzestrzenił. Niektórzy twierdzą, że coś jednak po stronie polityki gospodarczej nie zostało zrobione dobrze. Dzisiaj zaczynamy wyciągać wnioski z działań minionego okresu i widzimy, że decydenci również dostrzegają pewne zaniechania. Tak czy inaczej, taka niekorzystna sytuacja, przypominająca pewną bezwładność, towarzyszyła nam przez co najmniej rok. Twierdzę, że błędy polityki gospodarczej mogą być główną przyczyną tej zarazy. Wszystkie pozostałe argumenty nie są co prawda pozbawione sensu, ale nie są też oczywiste.

Poruszając kwestię błędów politycznych, należy cofnąć się o rok czy półtora, kiedy to zaczynaliśmy dostrzegać pewne niepokojące zjawiska w Grecji. Wyobraźmy sobie, że znajdujemy się teraz w sytuacji sprzed półtora roku i mamy do wyboru pewne możliwości działania. Ograniczę się do omówienia tylko dwóch z nich.

Drogi wyjścia – opcje działania na poziomie Unii Europejskiej

Pierwsza opcja to „ścieżka solidarności”. Co jest jej podstawą? Chociaż jedna z klauzul Taktatów Unii Europejskiej zakazuje wzajemnego pomagania sobie przez rządy, czy instytucje bankowe (tzw. *no-bailout clause*), z wyjątkiem naprawdę nadzwyczajnych sytuacji¹ (ale grecki deficyt nie jest niczym

nadzwyczajnym, bo nęka ten kraj od wielu lat), to należy jednak przestrzegać zapisanej w innym miejscu w Traktatach zasady solidarności, która mówi, że wszystkie kraje europejskie są wobec siebie solidarne, jesteśmy jedną wielką rodziną, itd. Nie zwracając uwagi na tę sprzeczność w Traktatach, możemy więc powiedzieć Grecji: „nie zwracajcie się do MFW, my wam pomożemy, damy wam pieniądze takie, jakie będą wam potrzebne, żebyście przez ten trudny okres jakoś przebrnęli i w ten sposób powstrzymamy rozprzestrzenienie się problemu na zewnątrz i załatwimy sprawy w rodzinie”. To była jedna możliwość – polityczna.

Druga opcja to „ścieżka twardej miłości”; i w jej myśl powiedzielibyśmy Grecji tak: „przepraszamy, drodzy greccy bracia, ale nie mamy formalnej możliwości ratowania was, musicie sobie poradzić sami. Wiecie, na czym stoicie, jeżeli macie jakiś problem, dzwońcie do MFW, tu jest telefon, trzymamy za was kciuki i na pewno to nasze poparcie was pokrzepi”. Oczywiście, jeżeli sytuacja w Grecji spowodowałaby problemy w bankach europejskich, mających ekspozycję (na obligacje – przyp. red.) Grecji, w poszczególnych krajach trzeba by było rozwiązywać problemy w bankach.. Tam, gdzie ta ekspozycja byłaby za duża i nie byłoby dywersyfikacji, wkroczyłby nadzór bankowy i próbował tę sytuację rozwiązywać.

Wady i zalety obu opcji

No dobrze, ale jakie są wady i zalety obydwu tych opcji? W przypadku ścieżki solidarnościowej dobre strony są takie, że uniknęlibyśmy kompromitacji międzynarodowej, w wyniku której utracilibyśmy twarz jako Europa, a tak pokazujemy, że

jesteśmy bogaci, że jesteśmy zdolni do rozwiązania przejściowych problemów. Wadą jest to, że istnieje niebezpieczeństwo, że oto zaangażowalibyśmy się w rozwiązanie problemu greckiego na zasadzie „dość deklaracji zaangażowania otwartego” (ang. *open-ended commitment*), bo wiemy z jakiego punktu zaczynamy tę pomoc, ale nie wiemy jak taka operacja się skończy, a w międzyczasie inne kraje też mogłyby popaść w podobne kłopoty i poprosić o pomoc, argumentując swoje prawa do tego precedensem greckim. Zatem, gdybyśmy dali rynkom sygnał, że my zapłacimy za Grecję, to wtedy musielibyśmy zapłacić także np. za Irlandię, która byłaby pod presją rynków finansowych. I w ten sposób zaraza mogłaby się rozprzestrzeniać. Kolejna wada ścieżki solidarnościowej polega na tym, że powstałyby problemy moralne. Ponieważ zakaz ratowania krajów przez inne kraje oznacza również konieczność dużej dyscypliny budżetowej (w poszczególnych krajach strefy euro – przyp. red.), to przez pominięcie egzekucji takich zapisów niejako łagodzimy te wewnętrzne przepisy i pozwalamy na większą swobodę. Ponadto, jeśliby uznać „ścieżkę solidarności” za dobrą opcję, to powstaje potrzeba ponownego przejrzenia traktatów europejskich w tych miejscach, które dotyczą strefy euro (i zastąpienia klauzuli *no-bailout clause* innymi regulacjami – przyp. red.).

Jeśli chodzi o „ścieżkę trudnej miłości”, to w jej przypadku mogłoby dojść do rozprzestrzenienia się zarazy, jeżeli kraje opuściłyby się nawzajem w potrzebie i powstałby strach przed tym, że może zdarzyć się to też innym. Można sobie wyobrazić, że jeżeli zbankrutowałby jeden czy drugi kraj, to pojawiłyby się problemy w systemie bankowym. Nie zapominaj-

my, że w 2009 r. kilka banków w Europie trzeba było dokapitalizować. Przeznaczono na to ogromne środki np. w Niemczech, we Francji, w Hiszpanii. W odbiorze publicznym akcja dokapitalizowania nie zyskała popularności. Jeżeli mielibyśmy ponownie rekapitalizować banki rok później, to politycznie nie byłoby to zbyt przekonujące, a raczej wzbudziłoby niepokój. Z drugiej strony, korzyść wynikająca z zastosowania „ścieżki twardej miłości” byłaby taka, że skoro kraje byłyby pozbawione możliwości ratowania siebie nawzajem, to trzeba byłoby pomyśleć poważniej o wprowadzeniu raz na zawsze porządnej dyscypliny fiskalnej w strefie euro. Pamiętam początkowe dyskusje prowadzone w pierwszych dziesięciu latach funkcjonowania strefy euro właśnie na temat klauzuli *no-bailout*. Mówiono wtedy, że to jest niepoważne, że nikt nie będzie tego stosować itd. Inni mówili natomiast, że tak jest zapisane i nie można tu oszukiwać. Aż w końcu kryzys pokazał kto miał rację. Gdyby zasada o zakazie ratowania była przestrzegana, brak dyscypliny fiskalnej uderzyłby w większość krajów. W ubiegłym roku (2010 – przyp. red.) w maju liderzy strefy euro postanowili zastosować jednak ścieżkę solidarnościową i dlatego mamy na swoich barkach takie a nie inne koszty.

Wróćmy jeszcze do jednego argumentu, który został poruszony podczas omawiania błędów z zakresu polityki gospodarczej – kwestii deklaracji zaangażowania otwartego (*open-ended commitment*), czyli pomocy o nieokreślonej z góry skali. Oczywiście należałoby wcześniej ocenić, ile pieniędzy potrzeba na taką pomoc. Kiedy Grecja zaczęła mieć poważne kłopoty w lutym 2010 r., liderzy Europy zaczęli mówić o solidarności i wymieniać kwotę 10 mld euro. Podchodzili do tego bardzo poważnie. Ale już następ-

nego dnia rynki były pod wrażeniem i zaczęły reagować na te liczby i okazało się, że 10 mld nie wystarczy. Dwa tygodnie później władze decydujące o sprawach związanych ze strefą euro znowu się spotkały i zaproponowały 20 mld. Skala problemu była bardzo trudna do oszacowania *ex ante* i trudno było ustalić odpowiednią kwotę. Wiemy, że ostatecznie Grecja dostała 110 mld euro. Co więcej, mówi się o kolejnych 110 mld. Te liczby pokazują, że deklaracja zaangażowania była bardzo otwarta.

W zeszłym roku w maju liczono, że zebrano już fundusz w wysokości 750 mld. Utworzenie Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF) przyniosło 440 mld euro², Komisja Europejska miała dać 60 mld, a MFW – 250 mld euro. Niestety te kalkulacje okazały się problematyczne, ponieważ kwota 440 mld euro dla EFSF została zmniejszona do 250 mld, Przekazanie 60 mld przez Komisję zostało anulowane ze względu na brak tak dużych środków (to aż połowa budżetu Komisji), a 250 mld z MFW nie było wcale pewne. Ci, którzy znają specyfikę pracy MFW, wiedzą, że Fundusz nigdy się do takich obietnic nie przywiązuje. Ma swoje słynne zespoły, które odwiedzają kraj, patrzą na jego sytuację a następnie negocjują kwotę. Jest ona zawsze poddawana pod dyskusję, nigdy nie ma żadnej kwoty podanej z góry, więc te 250 mld euro nigdy się nie pojawiło.

Założmy, że jest problem z ustaleniem kwoty owego otwartego zobowiązania. Przypuśćmy, że 750 mld euro już jest zgromadzone i że tę kwotę konfrontujemy z wielkością zadłużenia, którą należało by zagwarantować (choć oczywiście nie cała spłata zadłużenia musi być zabezpieczona tym funduszem). Tabela 2 pokazuje kwoty długu pu-

blicznego według najświeższych projekcji Komisji Europejskiej na rok 2011, wyrażone w miliardach euro: grecki dług wynosi 352 mld, irlandzki – 175 mld, po dodaniu długów tych dwóch krajów wychodzi już około 526 mld euro. Jeżeli do tego dodamy jeszcze Portugalię (174 mld), mamy 700 mld, Hiszpanię (737 mld), która może mieć problemy, to mamy już 1436, Włochy (1911), wtedy mamy 3347 mld i wówczas ów fundusz w wysokości 750 mld nie robi już żadnego wrażenia. Natomiast kiedy zebrano już te 750 mld euro, to twierdzono, że dużo jak dla rynków finansowych, a z drugiej strony kwota nikogo nie zszokuje i nikogo nie przestraszy. Ponadto *spread* stóp procentowych zaczął się zwiększać szybciej po tych wszystkich wydarzeniach, co wskazuje niebezpieczeństwo takiej otwartej deklaracji pomocy.

Tabela 2. Dług publiczny problemowych krajów strefy euro, prognoza na 2011 r.

	2011
Grecja	352
Irlandia	175
Portugalia	174
Hiszpania	737
Włochy	1911
Strefa euro	8323

Źródło: Komisja Europejska.

Kolejna interpretacja tych liczb jest taka, że 750 miliardów euro to ogromna kwota dla rządów. Biorąc pod uwagę wielkość problemów oraz fakt, że długi mogą się kumulować, a grecki problem rozprzestrzeniać, z tej deklaracji zaangażowania otwartego wynika w końcu konieczność wkroczenia do gry Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Za-

wsze, gdy potrzeba pilnie dużych kwot, to angażuje się EBC, bo poszczególne państwa nie są w stanie obsłużyć tak dużych długów. Zatem EBC zaczął interweniować i różnymi kanałami nabywać albo zabezpieczenia, albo bezpośrednio długi publiczne. Tego rodzaju pomoc EBC również była zakazana wprost w traktatach europejskich³. Argumentem EBC za przeprowadzeniem jednak takich operacji było to, że jest to sytuacja wyjątkowa. Teraz EBC nie jest zadowolony z wartości nabytych przez siebie aktywów i zaczyna ogłaszać, że to było działanie jednorazowe, całkowicie wyjątkowe i że nie zrobi tego ponownie. Jednak, skoro raz już coś takiego zrobił, to wiarygodność tej jego deklaracji jest niewielka.

Teraz, kiedy jesteśmy już w toku tych wydarzeń, zdaliśmy sobie sprawę, że kryzys się nie zatrzymuje a stopy procentowe (obligacji skarbowych – przyp. red.) ciągle rosną. Dzisiaj wiemy, że Grecja potrzebuje więcej wsparcia. Właściwie powrót do normalności nie jest już możliwy. Wciąż potrzebujemy więcej pieniędzy dla Grecji. Zagrożeniem jest także to, że Hiszpania też ma duże zadłużenie, więc oczywistym staje się zapotrzebowanie z jej strony na wyższe kwoty dla obsłużenia długu. Zatem projekt stworzenia Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (ESM – European Stability Mechanism)⁴, w 2013 r.⁵ jest bardzo ważny. Aby ten mechanizm ratunkowy się sprawdził, przede wszystkim potrzebne są pieniądze z EFSF-u, by przeznaczyć je na tzw. wykupywanie sektora publicznego. Ale... „niewypłacalność rządów” (ang. *default*) jest terminem zabronionym w Brukseli, wymawianie go jest całkowicie niepoprawne politycznie. Problem w tym, że już wcześniej zauważano, że będziemy mieć do czynienia z niewypła-

calnością rządów. Co spowodowało presję ze strony rynków.

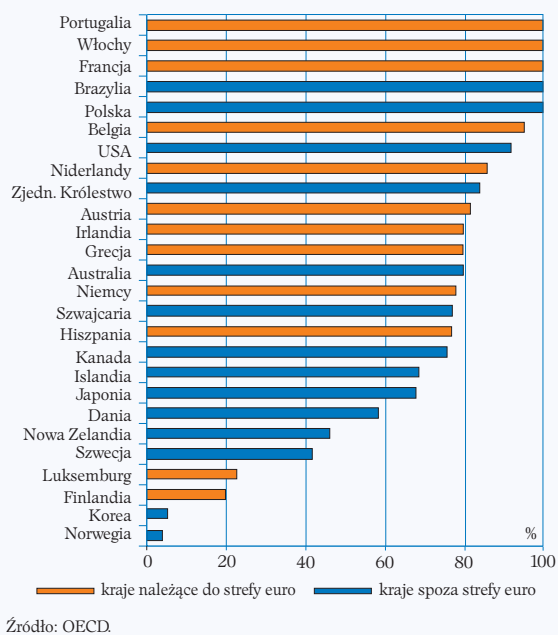
Jaki dalszy plan działania?

Teraz, kiedy mamy szerszy ogląd sytuacji, i znamy owe deklaracje zobowiązań otwartych, trzeba zadać pytanie o dalszy plan działania. Obserwujemy pewne kroki, rozumiemy, że są to sprawy trudne do rozwiązania i zastanawiamy się, czy deklaracje i podjęte kroki mogą zadziałać. A jeśli ten sposób radzenia sobie z problemem się nie sprawdzi, to czy jest przygotowany jakiś plan B? Czy możemy oczekiwać, że Grecja, Portugalia, Irlandia rozwiążą swoje problemy (złego stanu finansów publicznych – przyp. red.) w ciągu dwóch, trzech czy czterech lat?

Są różne punkty widzenia tej kwestii. Po pierwsze, istotne jest, jak skuteczne są i będą kraje (z problemami we wprowadzaniu reform finansów publicznych – przyp. red), oraz w stosowaniu dyscypliny fiskalnej. Na rysunku 6 zgromadziłem dane dla tych samych krajów, które prezentowałem na poprzednich diagramach. Wracam teraz do początku lat 70. Niektóre kraje zaczęły zadłużać się później, ale zasadniczo interesuje nas to, przez ile lat dany kraj miał deficyt w okresie ostatnich pięćdziesięciu lat. Jeżeli kraj miał deficyt każdego roku, jest umieszczony na górze diagramu ze stoma procentami. Poniżej widzimy bardziej zdyscyplinowane kraje, a ich przypadki pokazują jak działa ta polityczna maszyna. Ponownie mamy tutaj zaznaczony obszar krajów strefy euro i możemy zauważyć, że koloru pomarańczowego jest dużo więcej w górnej części diagramu niż na poprzednio pokazywanych rysunkach.

Kraje strefy euro nie dawały sobie dobrze rady z prowadzeniem polityki fiskalnej i większość z nich prawie cały czas miała deficyt finansów publicznych. Polska jest częścią górnej ligi, ale historia Polski jest krótsza i dane jej dotyczące obejmują tylko okres ostatnich dwudziestu lat. Przedstawiona sytuacja nie rysuje się obiecująco, ale mamy nadzieję, że kryzys wymusi podjęcie bardziej drastycznych kroków w celu obniżenia tych deficytów.

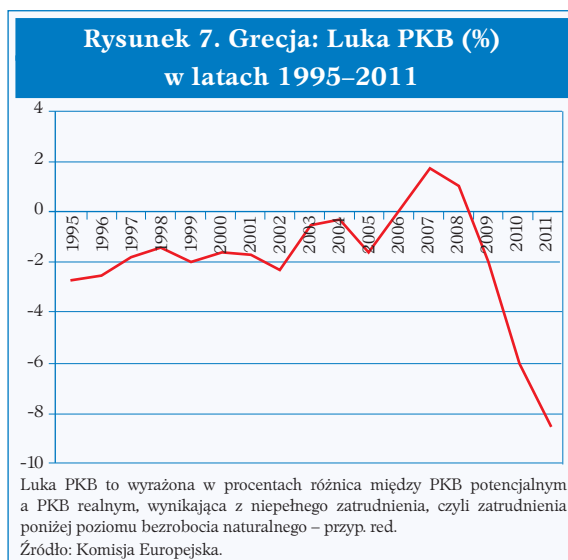
Rysunek 6. Odsetek lat, w których państwo miało deficyt finansów publicznych w okresie 1970–2010



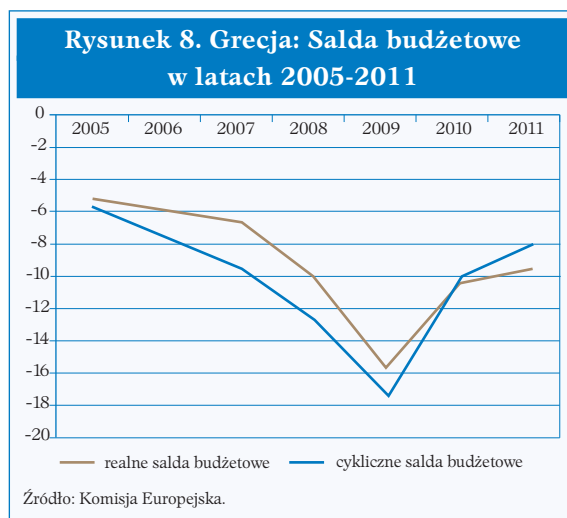
Teraz przedstawię kolejny sposób myślenia odnośnie szans na powodzenie całego projektu. Należy sprawdzić, pomijając już aspekt polityczny, czy kraje (strefy euro objęte kryzysem finansów publicznych – przyp. red.) są z ekonomicznego punktu widzenia, przygotowane na spełnienie warunków, które zostały im postawione przez MFW, Komisję Europejską i EBC.

W tym miejscu chcę wspomnieć o jednej ważnej rzeczy. Ze względu na zignorowanie klauzuli traktatowej zakazującej wzajemnego ratowania się przez rządy krajów unijnych i EBC, naturalną reakcją ze strony pozostałych krajów Unii Europejskiej (tych nie będących w kryzysie fiskalnym – przyp. red.) było postawienie bardzo twardych warunków krajom, które otrzymały pomoc. Zatem, łamiemy dla nich klauzulę *no-bailout clause*, ale jednocześnie dużo wymagamy od nich samych. Powstaje pytanie, czy dany kraj może szybko zredukować swój deficyt budżetowy. Czy jest w stanie wrócić do poziomu 3% w dwa lata? Czy może to zrobić będąc w głębokiej recesji?

Według danych Komisji Europejskiej (rysunek 7) luka PKB Grecji pogłębia się coraz bardziej.



Na rysunku 8 są pokazane salda budżetu państwa greckiego. Kolorem ciemnobrązowym przedstawiono realne salda budżetowe (czyli wielkości rzeczywiste – przyp. red.), niebieskim salda cykliczne (czyli wielkości uwzględniające wpływ cyklu



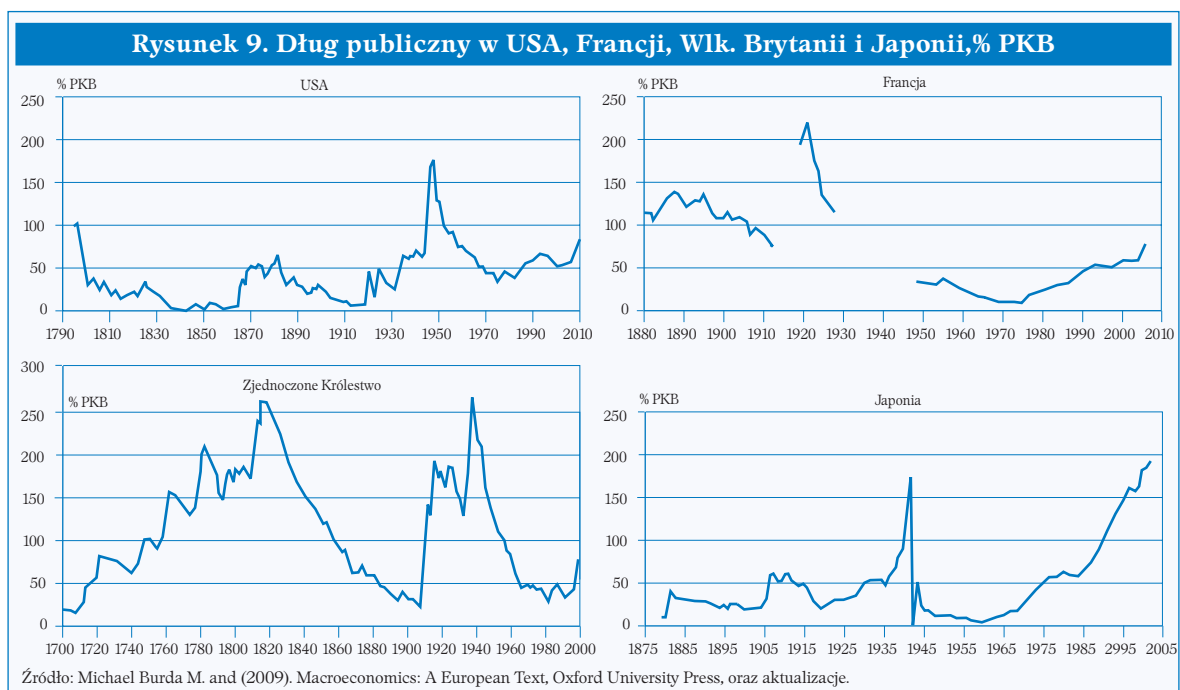
koniunkturalnego (recesji bądź ożywienia) na dochody i wydatki budżetowe w warunkach, gdy gospodarka nie funkcjonuje przy pełnym wykorzystaniu czynników wytwórczych – przyp. red.). Możemy zauważyć znaczącą poprawę cyklicznego deficytu budżetowego w 2010 r, a także w roku 2011. Widać również, że rząd grecki próbuje robić to, co mu powiedziano: stara się znacząco obniżyć deficyt budżetowy. Faktyczna poprawa salda budżetowego (czyli salda realnego – przyp. red.) jest jednak mniejsza niż poprawa salda cyklicznego i jej tempo wciąż maleje. Luka między deficytem realnym i cyklicznym robi się coraz większa. Prawdopodobnie pogłębia się ona na skutek twardych działań oszczędnościowych rządu greckiego. Z analizy wynika, że bardzo trudno krajowi szybko zredukować deficyt budżetowy w środku recesji, kiedy warunki do tego typu operacji są szczególnie niekorzystne. Dlatego właśnie wiele osób doszło do wniosku, że jest to niewykonalne i że obietnice składane przez rząd grecki nie mogą być spełnione, bo, po prostu, fizycznie jest to niemożliwe. Powstaje zatem pytanie o to, dlaczego ten proces powinien być przeprowadzany szybko. Dług pu-

bliczny Grecji zwiększył się aż o 30% PKB, i są to olbrzymie liczby, a taki przypadek niesie ze sobą pewną naukę.

Na rysunku 9 przedstawiony jest dług publiczny jako procent Produktu Narodowego Brutto. Pokazałem tutaj dane dla czterech krajów: Francji, Japonii, Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, i sięgają one aż do XVIII wieku. Można zauważyć, że dług publiczny Wielkiej Brytanii rósł przez 120 lat (począwszy od 1700 roku – przyp. red.), a bardzo szybko pod koniec tego okresu ze względu na wojnę napoleońską. To była największa wojna tamtych czasów, więc Brytyjczycy zwiększyli swoje zadłużenie do ponad 250 procent PKB. Następnie redukcja tego zadłużenia trwała 100 lat, co pokazuje właśnie specyfikę sterowania długiem publicznym. To nie jest tak, że można go znacząco zmniejszyć w ciągu roku, dwóch czy trzech lat, ale do osiągnięcia tego celu potrzebne jest co

najmniej kilkadziesiąt lat. Tak jak widzieliśmy, przez ostatnie 30 lat prawie we wszystkich krajach europejskich dług publiczny się powiększał. Kraje te w latach 60. zaczynały od poziomu długu sięgającego 10–20% PKB; przed kryzysem poziom ich długu przekraczał już 60% PKB, a w niektórych krajach wynosił o wiele więcej. Zatem zadłużenie stopniowo rosło, a żeby je ponownie zmniejszyć potrzebne jest 20–30 lat.

Więc jeżeli o tym pomyślimy, zaczynamy zastanawiać się nad całą strategią, na której oparte są programy zaprojektowane dla Grecji, Portugalii, Irlandii, i mające na celu przynoszenie dobrych wyników w krótkim terminie. Natomiast jest dosyć jasne, że właściwie wszystkie te kraje będą musiały przejść proces redukcji zadłużenia, który nie zakończy się w tydzień czy w rok, ale jest to zadanie na następne pokolenie. Kraje te będą musiały spłacać zadłużenie poprzedniego pokolenia, ale to się



nie stanie natychmiast. Z tego powodu nie wierzę, by ten cały pomysł powrotu krajów do równowagi w szybkim tempie był właściwym sposobem postępowania w tej kryzysowej sytuacji.

Jakie działania jakie trzeba podjąć w tej chwili?

Na koniec należałoby odpowiedzieć wreszcie na pytanie o działania, jakie trzeba podjąć w tej chwili. Mieliśmy do czynienia z różnymi błędami politycznymi (na poziomie Unii Europejskiej w reagowaniu na kryzys fiskalny w niektórych krajach euro – przyp. red.), które moim zdaniem odegrały kluczową rolę w rozszerzaniu się kryzysu zadłużeniowego, ale co można z tym wszystkim zrobić teraz?

Mamy tu do czynienia z dwiema kwestiami: sprawami, o których trzeba pomyśleć szybko, żeby zatrzymać kryzys oraz kwestiami bardziej długofalowymi, dotyczącymi unii monetarnej. Uważam, że strefa euro zmieniła się po złamaniu zasady zabraniającej ratowania krajów z problemami wewnętrznymi.

Upłynęło trochę czasu od interwencji UE i teraz już widzimy, że idea zapobiegania zarażaniu kryzysem kolejnych krajów nie zadziałała. Po kłopotach Grecji zaczęła w nie popadać Irlandia, po Irlandii – Portugalia. Można się obawiać, że zaraza będzie się szerzyć. Więc ta część planu pomocy udzielanej przez rządy krajów strefy euro nie zadziałała i sytuacja Grecji robi się teraz gorsza. Należy więc bardziej się postarać, a także być bardziej surowym dla Grecji. Powinniśmy zaangażować się w prywatyzację

centralnie nadzorowaną przez Unię, dokładniej zgłębić sytuację Grecji i więcej wymagać od niej samej. Przez ostatni miesiąc już o takich bardziej restrykcyjnych środkach się mówiło, ale i to nie odniosło właściwego skutku. Może więc należy jeszcze coś zmienić. MFW, na przykład, nakłada bardzo twarde warunki, a jeżeli okazują się one zbyt twarde w okresie sześciu miesięcy czy roku, to MFW się z nich wycofuje i jakoś uspokaja sytuację.

A teraz mamy liderów krajów, którzy deklarują bardzo twarde warunki, więc konieczność zmiany kierunku działania jest dla tych polityków trudna do zaakceptowania. Moja interpretacja jest taka, że nie chcą oni przyjąć do wiadomości, że obecny (wg stanu na czerwiec 2011 r. – przyp. red) system pomocowy nie działa i próbują zyskać na czasie. Natomiast wydaje mi się, że gra na czas to jest pewien rodzaj hazardu w tym przypadku. Jeżeli do Europy powróci szybki wzrost i pozytywnie podziała na te problematyczne kraje, to wtedy może on częściowo rozwiązać problemy ich wysokich deficytów. Jak wynika z moich regresji, o których wspominałem wcześniej, zarówno deficyt, jak i dług łatwiej jest zredukować, kiedy mamy wzrost gospodarczy, natomiast kiedy go nie ma, to redukcje stają się niemal niemożliwe. Zatem jeśli wzrost pojawi się niebawem, zanim sytuacja wymknie się spod kontroli, to są szanse na przezwycięzenie problemów kryzysu zadłużenia. Ale jeśli wzrostu w Europie teraz nie będzie, co oczywiście także jest możliwe, to prawdopodobnie będziemy obserwowali niewypłacalność bardzo bolesną w skutkach nie tylko dla dotkniętych nimi krajów, ale także dla Unii Europejskiej jako całości. W rezultacie mogą pojawić się wstrząsy w systemach bankowych w krajach, które dotychczas nie miały większych

problemów, a teraz mogą zostać zarażone przez tę szkodliwą falę i będą musiały ratować swoje banki z kryzysu. Ponadto złe nastawienie opinii publicznej również nie będzie tu pomagało. Ale scenariusz, który właśnie przedstawiłem jest wielce pesymistyczny i wcale nie musi się zdarzyć.

Myśląc bardziej długofalowo, należy się zastanowić, czy musimy coś zrobić ze strefą euro, z unią monetarną. Czy trzeba coś dogłębnie zmienić w jej funkcjonowaniu? Według mnie, zawsze było jasne, że strefa euro była i jest dziełem niedokończonym. Mówiło się, że nie możemy mieć unii monetarnej i gospodarczej bez unii fiskalnej i rządu federalnego. Było to jednak politycznie niemożliwe. Być może przyszłe pokolenia będą w stanie taką reformę przeprowadzić, ale w roku 1989 nie było sposobu, żeby to zrobić, nie dało się dojść do takich daleko idących ustaleń. Zawsze było to więc dzieło niedokończone. Utworzenie strefy euro nie było perfekcyjne, wielu ekspertów m.in. w Stanach Zjednoczonych było sceptycznych co do idei strefy euro bez państwa federalnego, ale w Europie postanowiono jednak ten pomysł wprowadzić w życie. To była i wciąż jest ryzykowna gra. Sprzeczność tego rozwiązania polega na tym, że będąc członkiem unii monetarnej, dany kraj oddaje swoją politykę monetarną w ręce EBC, a więc traci suwerenność w tej sferze. W sprawach fiskalnych natomiast tej suwerenności nie traci, więc o budżetach decydują rządy i parlamenty poszczególnych krajów. Dużą rolę w podejmowaniu tych decyzji odgrywa demokracja. Te mechanizmy nie są kwestionowane, ponieważ taka jest konstrukcja unii monetarnej.

Jednocześnie w Unii Europejskiej istnieje Pakt Stabilności i Wzrostu, który określa kompetencje

Komisji Europejskiej co do wydawania instrukcji rządów na temat tego, jak powinny prowadzić politykę fiskalną. Ten proces jest dosyć skomplikowany, ale tak czy inaczej usuwa on część suwerenności w sprawach fiskalnych. Obydwie te kwestie są zapisane w Traktach i są one wewnętrznie sprzeczne. Doświadczenie pokazuje, że kiedy Unia atakuje suwerenność krajów członkowskich, to bardziej prawdopodobne jest, że przegra. Widzieliśmy już kilka przykładów nierepektowania Paktu Stabilności, więc nie zapewnia on wysokiej skuteczności.

Uważam, że główną słabością zasady traktatowej o nieratowaniu krajów w tarapatkach było to, że kraj członkowski mógł przestać dbać o dyscyplinę fiskalną. Ta klauzula o nieratowaniu miała sens przy budowie systemu, ale generalnie raczej nikt nie wierzy, że gdyby znalazł się w poważnych kłopotach, to nie otrzymałby pomocy. Klauzula ta została więc *de facto* usunięta, co ma daleko idące konsekwencje, ale wydaje się oczywiste, że istnieje potrzeba stworzenia nowych reguł gry.

Niestety w tej chwili jest tak, że rozluźnienie dyscypliny fiskalnej w jednym obszarze strefy euro powoduje katastrofę pozostałych. Potrzebujemy ustalenia, które dałoby nam pewność, że mamy dyscyplinę fiskalną w każdej części strefy euro. Ale oczywiście istnieje tutaj pewien hazard moralny. Złamanie unijnej zasady nieratowania (*no bailout clause*) krajów z problemami wywołało u polityków ostre reakcje. Wygląda na to, że przyjmujemy do wiadomości, że odrzuciliśmy tę klauzulę i będziemy dalej iść w kierunku ograniczania suwerenności krajów członkowskich. Dlatego właśnie przez ostatnie kilka miesięcy zaczęliśmy słyszeć polityków,

którzy mówią o nowym traktacie, na temat którego toczą się dyskusje. Powraca się do idei rozszerzenia Paktu Stabilności i Wzrostu, czyli w grę wchodzi ograniczenie suwerenności fiskalnej rządów. Polityka, która jest aktualnie realizowana ma na celu redukcję samodzielności w kwestiach fiskalnych.

Kolejnym aspektem obecnej sytuacji jest to, że tworząc mechanizm stabilności europejskiej, jednocześnie tworzymy zobowiązanie do pomagania krajom członkowskim w przyszłości. Jest to mechanizm działania podobny do funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji.

Aż wreszcie jest i trzecia możliwość, a mianowicie taka, że będą przypadki niewypłacalności państw i w efekcie ucierpi sektor prywatny (jako pożyczkodawca dla rządów – przyp. red.), co rzuci nowe światło na zadłużenie publiczne w strefie euro. I teraz należałoby się zastanowić czy rok temu, kiedy zdecydowano się stworzyć fundusz ratunkowy (dla krajów niewypłacalnych – przyp. red., czyli Europejski Instrument Stabilności Finansowej), żeby pomóc Grecji, czy pomyślano o tych wszystkich kwestiach, czy przewidziano olbrzymie konsekwencje tamtych działań.

Przypisy od redakcji

¹ Mowa o Traktacie o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej, który w art. 125, ustęp 1 stanowi, że „Unia nie odpowiada za zobowiązania rządów centralnych, władz regionalnych, lokalnych lub innych władz publicznych, innych instytucji lub przedsiębiorstw publicznych Państwa Członkowskiego, ani ich nie przejmuje, z zastrzeżeniem wzajemnych gwarancji finansowych dla wspólnego wykonania określonego projektu”. Jednocześnie w tym samym miejscu Traktat przesądza, że także „Państwo Członkowskie nie odpowiada za zobowiązania rządów centralnych, władz regionalnych, lokalnych lub innych władz publicznych, innych instytucji lub przedsiębiorstw publicznych innego Państwa Członkowskiego, ani ich nie przejmuje, z zastrzeżeniem wzajemnych gwarancji finansowych dla wspólnego wykonania określonego projektu”. Jeśli chodzi o mandat Europejskiego Banku Centralnego to Traktat przesądza (art. 123, ustęp 1), że „Zakazane jest udzielanie przez Europejski Bank Centralny lub banki centralne Państw Członkowskich, zwane dalej „krajowymi bankami centralnymi”, pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych kredytów instytucjom, organom lub jednostkom organizacyjnym Unii, rządów centralnym, władzom regionalnym, lokalnym lub innym władzom publicznym, innym instytucjom lub przedsiębiorstwom publicznym Państw Członkowskich, jak również nabywanie bezpośrednio od nich przez Europejski Bank Centralny lub krajowe banki centralne ich papierów dłużnych”. Pomoc krajom w potrzebie jest możliwa tylko w nadzwyczajnych sytuacjach i o tym przesądza następujący zapisy Traktatu (art. 122):

„1. Bez uszczerbku dla innych procedur przewidzianych w Traktatach, Rada, na wniosek Komisji, może postanowić, w duchu solidarności między Państwami Członkowskimi, o środkach stosownych do sytuacji gospodarczej, w szczególności w przypadku wystąpienia poważnych trudności w zaopatrzeniu w niektóre produkty, zwłaszcza w obszarze energii.

2. W przypadku gdy Państwo Członkowskie ma trudności lub jest istotnie zagrożone poważnymi trudnościami z racji klęsk żywiołowych lub nadzwyczajnych okoliczności pozostających poza jego kontrolą, Rada, na wniosek Komisji, może przyznać danemu Państwu Członkowskiemu, pod pewnymi warunkami, pomoc finansową Unii (...).”

² Chodzi tu nie o gotówkę na koncie EFSF, lecz o jego zdolność pożyczkową w łącznej wysokości 440 mld euro.

³ Zob. cytowany w odnośniku 1 art. 123 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

⁴ Ma to być nowy i stały (w przeciwieństwie do przejściowego co do charakteru funduszu EFSF) fundusz ratunkowy dla krajów tworzących strefę euro.

⁵ Bieg wydarzeń II połowie 2011 r. wymusił przyspieszenie terminu utworzenia ESM i obecne plany mówią o szybszym terminie – połowie 2012 r.

Z e s z y t y B R E - C A S E

- 1 Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
- 2 Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
- 3 Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
- 4 Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
- 5 Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
- 6 Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
- 7 Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
- 8 Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
- 9 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
- 10 Wycena ryzyka finansowego
- 11 Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
- 12 Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
- 13 Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
- 14 Etyka biznesu
- 15 Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
- 16 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
- 17 Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
- 18 Dług publiczny
- 19 Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
- 20 Obrót wierzytelnościami
- 21 Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
- 22 Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
- 23 Sanacja banków
- 24 Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
- 25 Finansowanie projektów ekologicznych
- 26 Instrumenty dłużne na polskim rynku
- 27 Obligacje gmin
- 28 Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
- 29 Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
- 30 Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
- 31 Mieszkalnictwo jako problem lokalny
- 32 Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
(nie ukazał się)
- 34 Rynek inwestycji energooszczędnych
- 35 Globalizacja rynków finansowych
- 36 Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
- 37 Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
- 38 Docelowy model bankowości spółdzielczej
- 39 Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
- 40 Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
- 41 Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
- 42 Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
- 43 Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
- 44 Kiedy koniec złotego?
- 45 Fuzje i przejęcia bankowe
- 46 Budżet 2000
- 47 Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
- 48 Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
- 49 Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
- 50 Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
- 51 Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
- 52 Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
- 53 Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
- 54 Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
- 55 Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
- 56 Czy warto liczyć inflację bazową?
- 57 Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
- 58 Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę

Z e s z y t y B R E - C A S E

59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59/a	Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60	(nie ukazał się)
61	Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62	Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63	Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64	Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65	Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66	Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67	Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce
85	Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86	Ryzyko inwestycyjne Polski
87	Elastyczność i sprawność rynku pracy
88	Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89	Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90	SEPA – bankowa rewolucja
91	Energetyka-polityka-ekonomia
92	Ryzyko rynku nieruchomości
93	Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94	Reforma finansów publicznych w Polsce
95	Inflacja – czy mamy nowy problem?
96	Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97	Stan finansów ochrony zdrowia
98	NUK – Nowa Umowa Kapitałowa
99	Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100	Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101	Działalność antykryzysowa banków centralnych
102	Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103	Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104	Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105	<i>Credit crunch</i> w Polsce?
106	System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109	Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110	Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
111	Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia
112	Gospodarka niskoemisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113	Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114	Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115	Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia
116	Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie